



180MW 电站如期转让，业绩全年无忧

2013 年 12 月 15 日

强烈推荐/维持

中利科技

点评报告

——中利科技（002309）点评报告

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 侯建峰 刘斐

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

公司发布公告称：中利科技的控股子公司“中利腾晖”和中利腾晖的控股子公司“腾晖销售”将联合持有的常州鼎晖新能源有限公司 100%的股权（青海共和 150MW+30MW 光伏电站项目）全部转让给可再生能源（香港）交易有限公司（以下简称“受让方 1”）和中利腾晖光伏常州有限公司（更名后为联合光伏（常州）投资有限公司，以下简称“受让方 2”）。股权转让价格为人民币 1,000 万元，本次股权转让完成后，受让方 1 将持有标的公司 55%股权；受让方 2 将持有 45%股权。自受让方支付全额股权转让款后 10 个工作日内完成标的公司工商登记变更事宜。受让方应于 2013 年 12 月 31 日前支付标的公司账面形成的长期股权投资的股东借款人民币 500 万元。如果届时受让方未及时履行支付事。自股权转让协议签署起 10 日内，受让方 2 或其指定公司向中利腾晖支付港币 2.5 亿元或等值人民币或等值美元作为订金。

目标项目对应的 EPC 总价款，将根据上网电价的实际情况进行计算执行。EPC 总价款支付及方式：①在 2013 年 12 月 28 日前，向中利腾晖支付至 EPC 总价款的 51%；2014 年 6 月 30 日前，向中利腾晖支付至 EPC 总价款的 90%；余款 10%作为质保金在一年内付清；

此次出让标志着将公司总承包 EPC 工程并持有的 180MW 光伏发电项目成功转让，有利于公司继续做好光伏电站业务，优化公司的资产结构，降低经营风险，对公司的持续稳定发展光伏电站业务盈利模式具有深远意义。

公司投资亮点：1) 青海共和 180MW 电站的出让交割拉起今年电站交割大幕，预计全年电站交割量有望达到 300-400MW，持续成为国内光伏电站最可靠的交付商；2) 根据目前电价情况，此次交割将为公司带来约 18-19 亿元 EPC 总包款，贡献利润近 2 亿元，保障今年业绩；3) 电站成本能力控制最强。今年国内电站 BT 项目完工达到 400MW 以上，电站成本低于同行 15%，远低于目前普遍 8.5 元/瓦建造成本；4) 预计今年电站销售 400MW，利润 3.7 亿元，权益 2.45 亿元，贡献 EPS 为 0.52 元；5) 深厚的融资背景为电站销售打下坚实基础，运用综合融资平台确保电站顺利移交出售；6) 传统船用线缆保持谨慎，今年线缆业务保持稳健。光伏电站是腾晖未来的首要方向，做中东部大规模电站+优质下游客户是公司电站业务的法宝。我们保守预计 13-14 年 EPS 为 0.56 元和 0.81 元（完全摊薄），对应 PE 为 29 和 24 倍，给予“买入”评级。

1. 180MW 电站实现交割，确保今年业绩。

青海共和 180MW 电站的出让交割拉起电站交割大幕，预计全年电站交割量有望达到 300-400MW，持续成为国内光伏电站最可靠的交付商；根据目前电价情况，此次交割将为公司带来约 18-19 亿元 EPC 总包款，贡献利润近 2 亿元，保障今年业绩。

续去年招商新能源收购公司 120MW 电站之后，招商新能源又与公司签署 13 年收购 300MW 备忘录，这充分表明了公司在电站业务领域与下游客户的密切合作获得认可，并且确保了公司 13 年电站业务的顺利出售。

目前国内从事电站业务的光伏企业多达上百家，而真正具备下游客户资源且能顺利交割的，十分稀少。很多积极投身电站项目建设的企业，最终无奈成为了“房东”，投入大量资金无法收回，导致现金流急剧紧张，运营能力下滑。公司电站业务积极锁定下游客户，再投资电站建设，有的放矢，避免了巨大的现金流压力，同时取得不错收益，这是业内其它公司无法比拟的。

2. 电站业务陆续交割，确保公司承诺业绩。

国内电站建设量预计今年将达到 8GW，比 12 年增长 78%左右，在欧美“双反”的影响下，欧美市场电池片组件销售因价格承诺和最高销售量限制，特别是前者急剧削弱了我国产品在欧洲市场竞争力，导致市场份额下降，公司集中力量专注于国内电站业务新模式，无疑对于保障公司业绩带来积极意义。

中利科技未来 5 年内在嘉峪关建设 GW 级光伏产业基地，一期投资 100MW 光伏电站已经完成且并网，今年二期 100MW 完工，且三期 100MW 在抓紧实施中。这是公司在西北地区打造的国内最大的单体光伏电站，其规模化包括共用控制系统、运维费用等，效应带来了综合成本的下降。我们预计将会成为整个光伏地面电站建设的新标杆，为嘉峪关 1GW 光伏电站基地项目打造了完美的开端。

公司在光伏电站建设中，与其它进入光伏电站领域企业不同，始终紧抓 BT 和 BOT 模式，积极探索大规模光伏电站建设路径方法，且拥有优质下游客户资源，如招商新能源等客户，保障了公司电站 BT/BOT 项目的顺利出售交割，减少公司财务成本压力。

3. 海外电站快速推进，确保公司明年业绩。

根据公司公告，公司未来除欧洲市场外，积极开拓日本电站市场。公司已经与日本两企业签署协议，合作开发其国内电站业务。未来总开发规模达到约 800MW，预计今年日本国内电站开发量将达到几十兆瓦，为打开日本市场奠定基础。这为公司积极持续地开拓欧美以外的海外光伏电站市场迈出了坚实一步。

4. 光伏产业后发技术装备优势明显，系统整合能力远优于其它企业。

公司目前具有 1GW 电池片-组件生产线，整线采用自动化作业，仅需要 3200 人，比传统的 1GW 的光伏组件、电池片生产线，减少 4000-5000 人，保守预计节约人员成本约 1.6 亿元/年。另一方面，采用自动化的生产线，其设备投资虽然更大，但是一年折旧费用仅增加大约 5000 多万元，综合效益成本节约 1.1 亿元/年，折合成 1GW 组件来看，相当于成本节约了 0.11 元/w，比传统企业节约了大约 2%，使得完全达产后的盈亏平衡点在毛利率 11-13%左右，优于其它企业约 1-2 个百分点。

另一方面，公司积极控制电站设计和建设环节各种费用，精细优化设计，降低建设成本。加之公司拥有独特的线缆制造基础资源，以及西北地区大规模地面电站建设运营经验，使得公司整体电站建设成本比同行业低15%左右，这为公司获取电站收益，赢得客户认可打下坚实基础。

同时，随着电站业务的加强，公司组件自用比例迅速拉升，开工率持续维持较高状态。

5. 高端矿用电缆打开一片百亿市场新天地。

高端矿用电缆主要用在煤炭采掘行业，其使用环境恶劣，线缆经常受到潮湿环境侵蚀，同时经常受到反复拖拉牵引，对线缆性能要求非常高。其对各项指标，结构设计，线缆材料的要求非常严格。目前国内高端矿用电缆一般采用进口产品，其使用寿命可达12个月，但供货周期长，且价格昂贵。而国产一般的矿用线缆，由于技术不过关，产品寿命短，一般只有2-3个月。国外产品借其技术优势一直把持国内高端矿用市场，毛利率高达60-70%。而目前国内仅有两家企业掌握高端矿用电缆的生产技术，且公司是率先能够大批量产业化生产改电缆同时率先获得国家国家矿用中心一次给予16种矿用线缆的公司。公司产品在此领域的突破，将打开近100亿元高端矿用电缆空间，提升公司的传统电缆产品的毛利率水平。保守预计，公司产品价格比国外同类同型号产品低约20-30%，毛利率达到40%以上。

我们保守预计公司高端矿用线缆13-14年市场份额达到2%和5%，销售收入达到2亿元和5亿元，则贡献利润预计达到0.4亿元和1亿元，增厚EPS约0.08元和0.21元。

结论：

公司投资亮点：1) 青海共和180MW电站的出让交割拉起今年电站交割大幕，预计全年电站交割量有望达到300-400MW，持续成为国内光伏电站最可靠的交付商；2) 根据目前电价情况，此次交割将为公司带来约18-19亿元EPC总包款，贡献利润近2亿元，保障今年业绩；3) 电站成本能力控制最强。今年国内电站BT项目完工达到400MW以上，电站成本低于同行15%，远低于目前普遍8.5元/瓦建造成本；4) 预计今年电站销售400MW，利润3.7亿元，权益2.45亿元，贡献EPS为0.52元；5) 深厚的融资背景为电站销售打下坚实基础，运用综合融资平台确保电站顺利移交出售；6) 传统船用线缆保持谨慎，今年线缆业务保持稳健。光伏电站是腾晖未来的首要方向，做中东部大规模电站+优质下游客户是公司电站业务的法宝。我们保守预计13-14年EPS为0.56元和0.81元（完全摊薄），对应PE为29和24倍，给予“买入”评级。

投资风险

1、传统线缆业务持续低迷；2、电站交割时间低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	4,798.80	6,325.73	8,650.94	10,589.79	11,578.92
主营收入增长率	64.41%	31.82%	36.76%	22.41%	9.34%
EBITDA（百万元）	374.31	760.18	1,264.17	1,476.36	1,573.01

EBITDA 增长率	54.41%	103.09%	66.30%	16.78%	6.55%
净利润 (百万元)	207.76	236.04	305.99	463.53	523.45
净利润增长率	10.05%	13.61%	29.63%	51.49%	12.93%
ROE	9.05%	9.37%	17.53%	21.43%	19.87%
EPS (元)	0.860	0.490	0.637	0.785	0.886
P/E	22.01	38.63	29.73	24.12	21.36
P/B	1.98	3.61	5.21	4.21	3.45
EV/EBITDA	15.68	16.59	9.55	7.83	6.75

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

刘斐 研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。